

2018年8月19日

祁连山(沪股通) (600720.SH) 非金属材料类



地区需求下滑，产品价格仍同比提升

——祁连山 (600720.SH) 2018 年中报点评

公司简报

◆报告期内业绩同比增长 18.7%，EPS 0.28 元

2018 年 1-6 月公司实现营业收入 23.5 亿元，同降 9.8%，归属上市公司股东净利润 2.2 亿元，同增 18.7%，每股收益 0.28 元；单 2 季度公司营收 19.2 亿元，同降 5.6%，归属上市公司股东净利润 3.6 亿元，同增 17.2%，单季每股收益 0.46 元。2018-2020 年股东回报规划公布：以现金方式累计分配的利润不少于最近三年年均归母净利润的 30%，且当年利润分配总额不低于当年实现的合并可供分配利润的 30%。

1-6 月甘肃固定资产投资同降 10.8%，房地产投资同增 2.8%；青海固定资产投资同降 2.6%，房地产投资同增 13.2%，投资端增速下滑，区域内重点项目开工不足，影响水泥需求。甘肃水泥产量 1599.6 万吨，同降 7.0%；高标水泥平均价格 376.3 元/吨，较 17 年同期增长 6.5%。青海水泥产量 551.3 万吨，同降 12.4%；高标水泥平均价格 394.6 元/吨，较 17 年同期增长 14.7%。

报告期内公司水泥销量(含熟料) 765.2 万吨，较 17 年同期下滑 17.7%。水泥销量下降致使公司营收增速下滑，但由于主要布局的甘、青、藏区域水泥价格表现较好，公司成本费用管控较优，净利润实现较快增长。

◆毛利率上升，期间费率略升

报告期内，综合毛利率 32.3%，同比上升 2.4 个百分点；销售费率、管理费率、财务费率分别为 5.2%、12.1%、2.1%，分别同比变动-0.1、1.4 和-0.6 个百分点；期间费率 19.4%，同升 0.7 个百分点；单 2 季度，综合毛利率 38.8%，同比上升 2.7 个百分点；销售费率、管理费率和财务费率分别为 4.6%、8.6%和 1.3%，分别同比下降 0.1、0.7 和 0.4 个百分点，期间费率 14.5%，同降 1.1 个百分点。

◆区域水泥价格表现好，产品毛利率同比上升

报告期内，分产品，水泥和混凝土主营收入占比分别为 93.5%和 5.7%，毛利率分别为 32.4%和 26.1%，毛利率同比 17 年同期变动 2.7 和-4.9 个百分点。分地区，陇南、天水、青藏、兰州和河西地区主营收入占比分别为 27.3%、21.8%、16.1%、13.0%和 13.0%。除平庆和陇南地区营业收入增长外，其他区域场受销量减少影响，收入均有所下降。公司在主营区域内带头执行冬季错峰生产，积极引导夏季错峰生产，有效改善供需关系，区域水泥价格表现好带动水泥产品毛利率同比上升。

◆盈利预测与投资建议

公司为区域水泥龙头，在甘肃和青海市场占有率达 41%和 30%，销售覆盖甘肃、青海、西藏等区域。尽管区域需求下滑致使收入下降，但受益于祁连山自然保护区治理和错峰生产常态化，水泥价格表现较好，整体毛利率提升，成本及费用管控较优，净利润实现较快增长。后期“两材合并”亦带来资产整合预期。区域水泥需求表现不及预期，下半年重点关注区域基建投资重启，我们下调公司的盈利预测，预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.84、1.06、1.18 元(原预测 1.18、1.36、1.51 元)，维持“增持”评级。

◆风险提示：需求与价格下滑，原材料涨价等。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,114	5,969	5,835	6,308	6,756
营业收入增长率	5.62%	16.71%	-2.25%	8.12%	7.10%
净利润(百万元)	167	575	655	823	918
净利润增长率	-7.06%	245.00%	13.89%	25.69%	11.61%
EPS(元)	0.21	0.74	0.84	1.06	1.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.42%	10.76%	11.26%	12.72%	12.79%
P/E	37	11	9	8	7
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 08 月 17 日

增持(维持)

当前价：8.01 元

分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)

021-22169050

chenhaowu@ebscn.com

联系人

胡添雅

021-22169106

hutianya@ebscn.com

市场数据

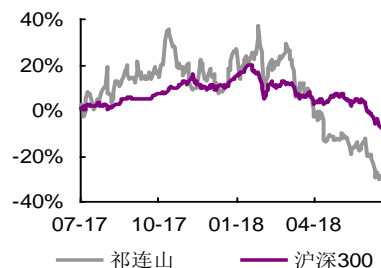
总股本(亿股)：7.76

总市值(亿元)：62.18

一年最低/最高(元)：6.29/12.94

近 3 月换手率：149.15%

股价表现(一年)



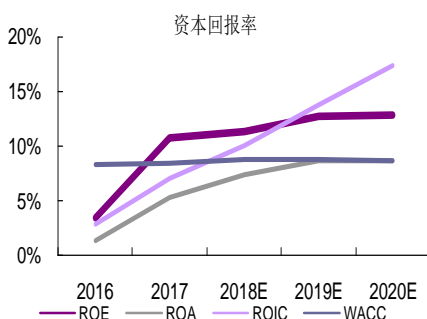
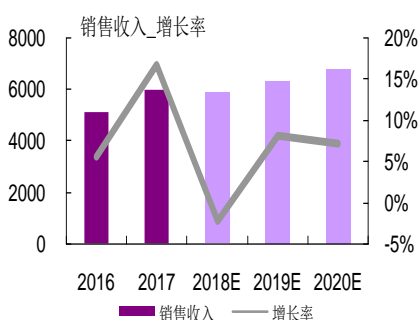
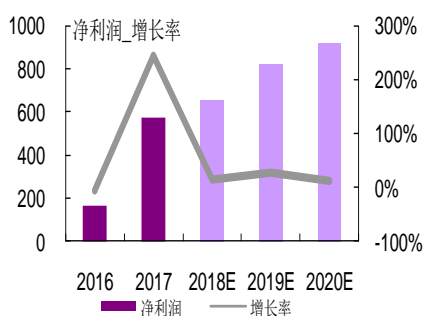
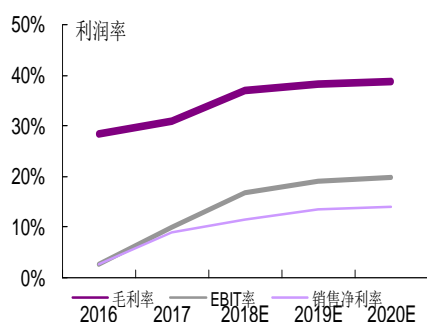
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	25.61	18.64	-4.37
绝对	19.74	1.39	-17.66

资料来源：Wind

相关研报

- 量稳价升，关注供给端持续改善 2018-03-22
- 价格上涨促盈利大增，需求为隐忧 2017-10-17
- 单季度盈利有望创历史新高 2017-10-09



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,114	5,969	5,835	6,308	6,756
营业成本	3,670	4,127	3,683	3,907	4,144
折旧和摊销	644	632	1,012	1,017	1,023
营业税费	55	62	70	76	81
销售费用	325	316	350	315	338
管理费用	593	680	683	738	790
财务费用	186	126	117	126	135
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	0
营业利润	134	692	862	1,076	1,198
利润总额	186	664	835	1,049	1,171
少数股东损益	-31	-46	13	17	19
归属母公司净利润	167	575	655	823	918

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	10,664	10,141	9,148	9,761	10,921
流动资产	2,550	2,387	2,623	4,213	6,376
货币资金	622	793	700	2,106	4,205
交易型金融资产	0	0	3	3	3
应收账款	505	471	574	621	554
应收票据	439	231	350	379	405
其他应收款	34	20	35	38	41
存货	670	596	726	771	814
可供出售投资	251	161	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	6,545	6,307	5,373	4,455	3,503
无形资产	736	788	748	711	675
总负债	5,116	4,239	2,757	2,697	3,130
无息负债	2,049	1,795	1,307	1,369	1,352
有息负债	3,068	2,443	1,450	1,328	1,778
股东权益	5,548	5,902	6,392	7,064	7,791
股本	776	776	776	776	776
公积金	1,675	1,690	1,729	1,729	1,729
未分配利润	2,138	2,649	3,086	3,742	4,450
少数股东权益	674	564	577	594	613

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	857	1,018	1,130	1,921	2,093
净利润	167	575	655	823	918
折旧摊销	644	632	1,012	1,017	1,023
净营运资金增加	-352	-19	734	178	136
其他	-306	-207	198	260	288
投资活动产生现金流	-39	176	67	-100	-100
净资本支出	-102	182	-100	-100	-100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-141	358	-33	-200	-200
融资活动现金流	-996	-904	-1,289	-415	105
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-733	-624	-993	-122	450
无息负债变化	571	-253	-488	62	-17
净现金流	-179	290	-92	1,406	2,098

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.62%	16.71%	-2.25%	8.12%	7.10%
净利润增长率	-7.06%	245.00%	13.89%	25.69%	11.61%
EBITDA 增长率	61.23%	56.76%	48.39%	11.50%	6.10%
EBIT 增长率	-208.75%	344.23%	37.91%	22.82%	10.83%
估值指标					
PE	37	11	9	8	7
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	7	4	3	2
EV/EBIT	33	13	9	6	4
EV/NOPLAT	45	17	11	8	5
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	28.24%	30.87%	36.88%	38.07%	38.66%
EBITDA 率	15.16%	20.37%	34.12%	35.19%	34.86%
EBIT 率	2.57%	9.78%	16.78%	19.06%	19.72%
税前净利润率	3.64%	11.12%	14.31%	16.63%	17.34%
税后净利润率 (归属母公司)	3.26%	9.63%	11.22%	13.04%	13.59%
ROA	1.27%	5.22%	7.30%	8.60%	8.58%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.42%	10.76%	11.26%	12.72%	12.79%
经营性 ROIC	2.76%	6.98%	9.99%	13.66%	17.27%
偿债能力					
流动比率	0.75	0.73	1.49	3.51	5.39
速动比率	0.56	0.55	1.08	2.87	4.70
归属母公司权益/有息债务	1.59	2.18	4.01	4.87	4.04
有形资产/有息债务	3.17	3.74	5.68	6.69	5.67
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.21	0.74	0.84	1.06	1.18
每股红利	0.07	0.23	0.22	0.27	0.30
每股经营现金流	1.10	1.31	1.46	2.48	2.70
每股自由现金流(FCFF)	1.65	1.90	1.33	2.28	2.48
每股净资产	6.28	6.88	7.49	8.33	9.25
每股销售收入	6.59	7.69	7.52	8.13	8.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com	
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixiaoyu@ebscn.com	
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
深圳	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	su1y@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebscn.com
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
王佳		021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
郑锐		021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com	
凌贺鹏		021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
周梦颖		021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebscn.com	
	私募业务部	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
安玲娴		021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
张浩东		021-22167052	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
吴冕		0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
吴琦		021-22169259	13761057445	wuqi@ebscn.com	
王舒		021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
王婧		021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
陈潞		021-22169369	18701777950	chenlu@ebscn.com	
王涵洲			18601076781	wanghanzhou@ebscn.com	